



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

A influência exercida pelos *hedge funds* enquanto acionistas na administração das sociedades

Por Ana Catarina Moreira Campos

Dissertação apresentada à Universidade Católica Portuguesa para a
obtenção do grau de mestre em Direito e Gestão

Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa

Escola de Direito do Porto

Maio 2019

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

A influência exercida pelos *hedge funds* enquanto acionistas na administração das sociedades

Dissertação apresentada à Universidade Católica Portuguesa para a
obtenção do grau de mestre em Direito e Gestão

Por Ana Catarina Moreira Campos

Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa

Sob orientação da Professora Doutora Daniela Farto Baptista

Escola de Direito do Porto

Maio 2019

Develop a passion for learning.

If you do, you will never cease to grow.

Anthony J. D'Angelo

Agradecimentos

O mais sincero agradecimento à minha Orientadora, Professora Doutora Daniela Farto Baptista, por todas as orientações académicas e demonstração de grande profissionalismo

Aos Professores por toda a dedicação, disponibilidade e entusiasmo demonstrados ao longo de todo o percurso

À minha Entidade Patronal pelo apoio incondicional e incentivo na aquisição de novos conhecimentos

À Rita Freitas por todos os conselhos e críticas construtivas apresentadas sempre que solicitei, bem como pela amizade

Aos meus Pais, Irmã, Avó, Cunhado e Amigos pelo carinho, paciência e por alimentarem a minha vontade em investir nesta área profissional ... Fico-vos eternamente grata!

Resumo

Esta dissertação explora a influência que os hedge funds podem exercer na administração da sociedade, enquanto intervenientes na estrutura acionista.

Neste sentido, é efetuada uma caracterização dos hedge funds, assim como, são identificados os principais investidores e as algumas das estratégias utilizadas por estes fundos. Analisamos a forma como os hedge funds intervêm na sociedade e, em que medida, essa intervenção produz efeitos no desenvolvimento do património dessa sociedade. Por último, será analisado a legislação prevista no nosso ordenamento jurídico, que regula os hedge funds, nomeadamente a diretiva dos gestores dos fundos de investimento alternativo e os Regulamentos da CMVM.

Conclui-se que a entrada dos hedge funds na estrutura societária, normalmente é benéfica para a todos os stakeholders, dado que a sua intervenção permite a criação de valor para a sociedade, no entanto, não podem negligenciar os riscos inerentes aos hedge funds.

Palavras – chave: Hedge funds, ativismo, acionista, insolvência

Abstract

This dissertation explores the influence that hedge funds can act in the company management, while intervening in the structure shareholder.

In this sense, it performs a characterization of hedge funds, as well, as identifying the main investors and same strategies used by these funds. We analyze in which way hedge funds intervene in company and how such intervention has an effect on the development of the assets of that society. Finally, we will analyze the legislation provided for in our legal system, which regulates hedge funds, as the alternative investment fund managers directive and the Regulations of CMVM.

It is concluded that the entry of hedge funds into the corporate structure is usually beneficial for all stakeholders, since the intervention allows the creation of value for society, however, the inherent risks of hedge funds can't be neglected.

Keywords: Hedge funds, activism, shareholder, insolvency

Índice

Introdução	1
Capítulo 1 – <i>Hedge Funds</i>	2
1. Caraterização dos <i>hedge funds</i>	2
1.1. Conceito dos <i>hedge funds</i>	2
1.2. Resenha histórica.....	4
1.3. Caraterísticas dos <i>hedge funds</i>	6
1.4. Tipos de investidores.....	9
1.5. Tipos de estratégias	9
2. Contraposição dos <i>hedge funds</i> face aos OICVM tradicionais	11
Capítulo 2 – A influência dos <i>hedge funds</i> nas sociedades.....	14
1. A entrada dos <i>hedge funds</i> na estrutura societária (abertas)	14
2. O Impacto dos <i>hedge funds</i> nas sociedades	16
2.1. Abordagens de Curto Prazo.....	17
2.2. Abordagens de Longo Prazo	18
3. Meios de influenciar a sociedade participada.....	19
3.1. Assembleias Gerais	20
3.2. Órgãos da administração e fiscalização	21
3.3. Reestruturação societária.....	22
3.4. Controlo societário	22
4. A intervenção dos <i>hedge funds</i> na insolvência das sociedades	24
5. Benefícios e riscos dos <i>hedge funds</i>	26
5.1. Os benefícios dos <i>hedge funds</i>	27

5.2. Os riscos dos <i>hedge funds</i>	29
Capítulo 3 – Regulação e supervisão dos <i>hedge funds</i>	32
1. A Regulação dos <i>hedge funds</i>	32
1.1. Diretiva dos gestores de fundos de investimento alternativo (“DGFIA”) ...	33
1.2. Regulamentos da CMVM.....	34
2. Conclusões sobre a regulação dos <i>hedge funds</i>	36
Conclusão.....	37
Elementos bibliográficos	40

Abreviaturas

CC – Código Civil

CCom – Código Comercial

CEE - comissão Económica Europeia

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

DGFIA - Diretiva dos Gestores dos Fundos de Investimento Alternativos

FEI - Fundo Especial de Investimento

FIA - Fundo de Investimento Alternativo

FIM - Fundo de Investimento Mobiliário

GFIA - Gestores de Fundos de Investimento Alternativo

LBO – Leverage Buy Out

LTCM - Long Term Capital Management

MBI – Management Buy In

MBO - Management Buy Out

nRJOIC - novo Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo

OEI - Organismo Especial de Investimento

OIC - Organismo de Investimento Coletivo

OICVM - Organismo de Investimento Coletivo de Valores Mobiliário

OPA - Oferta Publica de Aquisição

PER – Processo Especial de Revitalização

RGICSF - Regime Geral de Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

RGOIC - Regime Geral de Organismos de Investimento Coletivo

SIM - Sociedade de Investimento Mobiliário

UE - União Europeia

Introdução

O conceito de *hedge funds*, pode ser apreendido como um esforço teórico para compreender o mercado económico e financeiro com o intuito de maximizar o retorno absoluto, constituindo um dos veículos de investimento coletivo mais relevante da atualidade.

Tendo em consideração os pressupostos teóricos suprarreferidos, a presente dissertação pretende debruçar-se na análise destes fundos de investimento, bem como compreender a influência que os *hedge funds*, enquanto acionistas, podem transpor para as sociedades.

Relativamente à organização desta dissertação, o primeiro capítulo, num primeiro momento, sintetiza os princípios teóricos dos *hedge funds*, reserva algumas notas de enquadramento conceptual e histórico, no sentido de explicitar, sumariamente, o pressuposto de base sobre o mercado de investimento financeiro. Com a resenha histórica, pretendemos analisar a evolução da figura, nomeadamente, no que consiste ao aprimoramento do seu objetivo final. Num segundo momento, o propósito é explanar as características dos *hedge funds* e dos investidores, bem como descrever algumas estratégias de atuação. No final deste capítulo, surge a necessidade de compreender os pontos diferenciadores entre esta figura e os restantes OICVM e, por conseguinte, analisar a rendibilidade associada a cada investimento ou a valorização de ativos.

O segundo capítulo desenvolve, mais pormenorizadamente, a influência dos *hedge funds* na vida societária, a curto e a longo prazo, assim como no panorama das sociedades insolventes. Além de que, torna-se imprescindível explorar os benefícios e riscos associados à intervenção destes investidores.

No seguimento desta explanação, surge o terceiro capítulo que se centra na regulação dos *hedge funds*, no sentido de compreender a aplicabilidade da legislação vigente, assim como examinar a necessidade, ou não, de aumentar esta regulação.

Capítulo 1 – *Hedge Funds*

1. Caraterização dos *hedge funds*

1.1. Conceito dos *hedge funds*

Os *hedge funds*¹ representam um estilo diferenciado de investimento e integram uma das inovações financeiras das últimas décadas. Hoje em dia, são considerados como um dos mais importantes veículos alternativos de investimento, assim como, também têm desempenhado um papel cada vez mais ativo e pertinente no governo das sociedades em que intervêm.

No que concerne à definição desta figura, e após análise de diversa literatura económica e jurídica, ficou evidente que não existe uma definição exata, dado que representa realidades muito heterogéneas². Nem mesmo a sua terminologia nos ajuda a obter um conceito específico, uma vez que o termo de *hedging* se traduz à letra em “cobertura de risco”³ o que não define totalmente a finalidade dos *hedge funds*. Os gestores destes fundos praticam uma gestão arrojada e complexa, que combina estratégias de cobertura de risco⁴ com estratégias de especulação e recurso a altos níveis de alavancagem⁵, com o propósito de maximização do capital investido pelos seus investidores. Recorrem a estratégias ampliadoras de risco, consequência da ampla liberdade de atuação, o que lhes possibilita um aumento do retorno do investimento.

¹ Na presente dissertação iremos manter a designação tradicional, em virtude da figura ser conhecida assim internacionalmente, por significado histórico e por razões de facilidade de discurso.

² Para aprofundamento das distintas definições de *hedge funds*, VAUCHAN, D.A., *Selected Definitions of 'hedge funds'*

³ A cobertura de risco consiste na redução dos riscos de mercado a que os agentes económicos estão expostos tendo em vista a oscilação dos preços de mercado de um determinado bem, por exemplo, através do uso de derivados. ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*, pg. 705

⁴ Gestores do fundo podem atenuar os riscos de mercado através da tomada de posições de investimento que, combinados, anulam um determinado risco, mediante recurso ao *short/long selling* (posições cruzadas).

⁵ Para uma definição de efeito de alavanca, vide alínea v) do nº1 do artigo 4º da DGFIA

Na literatura que versa sobre este tema, são acolhidas diversas definições. Todavia acabam, apenas, por evidenciar algumas características deste fenómeno. Não obstante, de entre os diversos conceitos de *hedge funds*, e num esforço de conceção, enumeramos a definição dada por José Engrácia Antunes “os “*hedge funds*” podem ser definidos como estruturas organizativas de investimento colectivo legalmente atípicas, que recorrem a conjunto muito diversificado de estratégias de investimento com um objectivo de retorno absoluto, num quadro de grande liberdade regulatória”⁶.

Ainda a este propósito, J. M. Quelhas descreve “A expressão *hedge funds* não representa uma figura homogénea, legalmente definida, nem significa um instrumento financeiro padronizado e pré-estruturado. Pelo contrário, os *hedge funds* constituem instrumentos financeiros heterogéneos, tendencialmente desregulados, mutáveis e compósitos; com efeito, sob a expressão *hedge funds* caem várias combinações alternativas de instrumentos financeiros, caracterizados pela liberdade de estruturação, pela versatilidade de gestão e pela alterabilidade de composição”⁷.

Desta feita, podemos definir os *hedge funds* como um veículo alternativo de investimento, organizado de modo privado, reservado a um número limitado de investidores com elevado património, que investem num fundo complexo que tem como finalidade a maximização do retorno absoluto⁸ (positivo) do capital investido, sendo que o mesmo é gerido por profissionais altamente qualificados. Estes gestores recorrem a todas as técnicas e estratégias que têm ao seu dispor (alavancagem, *event-driven*, *short selling* entre muitas outras), sem qualquer limitação legal, que lhes permite reduzir a volatilidade do mercado e, desta forma, potencializar o capital investido independentemente do comportamento dos mercados em que atuam.

⁶ Para mais informações sobre a definição de *hedge funds* - ANTUNES, J. Engrácia, *Os “hedge funds” e o governo das sociedades*, pg. 13-15

⁷ QUELHAS, José Manuel, *Sobre as crises financeiras, o risco sistemático e a incerteza sistemática*, pg 450

⁸ De acordo com Gabriela Figueiredo Dias, todos os *hedge funds* podem ser reduzidos a uma categoria, uma vez que independentemente das técnicas, estratégias ou objetivos, a procura pela maximização de retornos absolutos através da descorrelação dos resultados alcançados com os comportamentos dos mercados, é uma característica presente em todos eles. Vide, DIAS, Gabriela Figueiredo, *Regulação e Supervisão dos hedge funds*, pg. 76

1.2. Resenha histórica

Este tipo de fundo conquistou notoriedade na literatura financeira global nos finais do século XX. No entanto, acredita-se que o primeiro *hedge fund* foi criado por Alfred W. Jones – jornalista da Forbes e Sociólogo, no ano de 1949.

Com a consciência da impossibilidade de determinar os movimentos futuros do mercado e a incapacidade de prever a depreciação do valor da carteira do fundo que geria, Jones procurou eliminar ou, pelo menos, minimizar, o risco de mercado normalmente associado a esta atividade.

De forma inovadora, Jones criou um fundo de investimento dedicado à constituição de carteiras compostas por ativos em posições longas (em ativos que acreditava veemente estarem sobrevalorizados), combinados com outros investimentos com posições curtas (ativos que acreditava estarem subvalorizadas). Desta forma, procurava neutralizar os riscos inerentes à tomada de posições longas através da venda a descoberto de ativos (short selling⁹) que, naquele momento, considerava estarem acima do seu preço justo. A aquisição desses ativos era efetuada posteriormente, quando o ajustamento do mercado proporcionasse a descida do preço dessas mesmas ações. Com esta estratégia, obtinham resultados originários da competência em avaliação dos ativos, estando protegido da volatilidade do mercado. Este fenómeno combinado com o recurso intensivo à alavancagem e a atribuição aos gestores de elevadas taxas de remunerações indexada ao comportamento do fundo¹⁰, originou a criação do primeiro *hedge fund*¹¹.

A forma como Jones exercia a gestão do fundo, marcou a diferença face aos outros tipos de investimentos, existentes à data, e vieram a constituir o núcleo essencial dos atuais *hedge funds*: uso de estratégias inovadoras e altamente sofisticadas; cobertura de riscos e oscilações do mercado; maximização da rentabilidade do capital investido; estrutura de remuneração variável em função do retorno absoluto, taxas de retorno

⁹ Para mais detalhes sobre short selling, CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito de Valores Mobiliários* pg. 485-488; DIAS, Cristina Sofia, *Notas breves a propósito do regulamento sobre short selling e credit default swaps*

¹⁰ As taxas de remuneração destes gestores são muito elevadas, principalmente quando comparadas com os gestores de fundos convencionais. Por exemplo, Jones tinha comissões que chegavam aos 20%, sobre o valor do retorno de capital. No entanto só cobrava comissões nos casos em que o fundo tinha um retorno financeiro (retorno absoluto positivo)

¹¹ Para mais desenvolvimentos sobre evolução histórica dos *hedge funds*: STULZ, René M, *Hedge funds: Past, Present and Future*

elevadas e conceção de técnicas e estruturas de investimentos que minimizavam a sujeição à regulação.

Depois de Alfred Jones, os fundos foram evoluindo, de forma residual. Porém, foi no início dos anos 90 do século passado, que os *hedge funds* evidenciaram o seu crescimento. Este fenómeno, que foi justificado por diversos fatores, tendo sido os mais significativos o desenvolvimento tecnológico, a expansão do acesso à informação, o aparecimento de novos instrumentos financeiros (por exemplo, *Swaps*, opções, *forwards*)¹² e de novas estratégias (como, *event driven*, arbitragem, macro)¹³.

Note-se que, durante muitos anos, os *hedge funds* foram considerados como fundos de investimento de natureza privada, pelo que não estava imposto o registo junto da *Securities Exchange Commission*. Por conseguinte, evitavam a fiscalização e supervisão desta autoridade, estando unicamente sujeitos à regulação comum dos fundos de investimento. Pretendiam, desta forma, ignorar os limites impostos aos fundos convencionais, tanto quanto à composição das carteiras, como nas estratégias de atuação e na dispensa do cumprimento de obrigação de reporte e informação impostas aos organismos de investimento coletivo em geral, objetivo que foi conseguido por muito tempo.

Esta liberdade de atuação, aliada à ausência de supervisão e fiscalização, permitiu que os *hedge funds* tomassem a linha da frente, uma vez que o seu exotismo, secretismo e sofisticação¹⁴ proporcionaram um acréscimo do valor dos ativos sobre sua gestão e, consequentemente, aumentou a rendibilidade apresentada pelos fundos. A fuga a esta regulação, juntamente com a falta de transparência na dispensa de informação, levou a que os *hedge funds* fossem apresentados como fundos de elevado risco e altamente especulativos¹⁵.

Em 1998, o colapso do fundo *Long Term Capital Management (LTCM)*¹⁶, veio, levantar ainda, mais questões sobre os riscos que os *hedge funds* poderiam acarretar para o sistema financeiro. Após a falência do LTCM, verificou-se uma grande instabilidade

¹² ANTUNES, J. Engrácia, *Os Instrumentos Financeiros*

¹³ Para mais desenvolvimentos sobre estratégias de investimento vide, ANTUNES, J. Engrácia, *Os “hedge funds” e o governo das sociedades*, pg. 30-33

¹⁴ DIAS, Gabriela Figueiredo, *Regulação e Supervisão dos hedge funds*, pg. 68

¹⁵ Encontra-se diversas vezes citada a expressão “*hedge funds can be dangerous to your wealth*” RAZINA, Florbela, SILVA, Fernando Nunes da, *Fundos de Investimento atípicos: Conceitos e Regulação*, pg. 187

¹⁶ Para uma análise aprofundada das causas e consequência da falência do LTCM: ROTH, Paul N. e FORTUNE, Brian H., *Hedge Fund Regulation in the aftermath of Long-Term Capital Management*

no sistema bancário e financeiro, consequência do excessivo grau de alavancagem, em que o fundo operava¹⁷. O receio da propagação do colapso do LTCM a outras instituições, isto é, o potencial risco sistémico¹⁸ levou, à necessidade de intervenção, por parte do *Federal Reserve Bank*, no sentido de possibilitar o cumprimento de todas as obrigações do fundo e, consequentemente, fornecer a liquidez que os credores do LTCM necessitavam para liquidar os seus ativos.

Apesar da existência destes riscos, é inquestionável que estes fundos continuarão a prosperar nos mercados financeiros, na medida em que os investidores destes fundos são qualificados, pelo que deverão estar conscientes dos riscos inerentes ao fundo. De facto, a irreverência dos gestores na diversificação de mercados, métodos de atuação e estratégias de investimento mostram-se, cada vez mais, sofisticadas.

Na maior parte dos casos, as decisões de investimento, exigem um elevado conhecimento e experiência por parte dos gestores dos fundos, uma vez que se torna necessário combinar o objetivo de rentabilizar o capital investido e, simultaneamente, eliminar os riscos típicos do mercado.

1.3. Caraterísticas dos *hedge funds*

Como referido anteriormente, não nos é possível identificar uma definição exata e restrita de *hedge funds*, pelo que iremos especificar algumas caraterísticas primordiais. Existem três linhas fundamentais quanto à sua função, natureza e disciplina.

No que concerne à sua função, ressalva-se o uso intensivo de estratégias¹⁹, instrumentos e ativos diversificados, com fins especulativos. Recorrem, de forma exorbitante, à alavancagem de patrimónios, derivados e *short selling*, sem nunca descorar a procura de novos modelos de gestão inovadora que podem incrementar o retorno. A este modo de atuação aplica-se o propósito de alcançar retornos absolutos elevados.

¹⁷ A maioria dos recursos deste fundo era proveniente dos maiores bancos de Wall Street.

¹⁸ O risco sistémico consiste na propagação, às diversas instituições do mercado, de uma ocorrência singular que aconteceu a uma das instituições. Pressupõe-se uma elevada exposição direta entre essas instituições, uma interdependência entre os agentes do sistema. No caso em específico, o incumprimento do LTCM na liquidação das obrigações implicaria que os seus credores (grandes bancos de Wall Street) perdesse a liquidez para fazer face às suas próprias obrigações.

¹⁹ Podem utilizar uma única estratégia ou combinar diversas estratégias; podem ser mais arrojadas ou mais conservadora, no entanto existe sempre uma grande liberdade de atuação.

Contudo, contêm um risco considerável dos investidores não conseguirem recuperar o capital investido. Verifica-se um aumento de estratégias que demandam a intervenção da gestão das sociedades investidas, por forma a valorizar essas mesmas posições acionistas.

Quanto à sua disciplina, atuam sobre grande liberdade regulatória. Aproveitam as lacunas existentes nos ordenamentos jurídicos em que se incorporam, sendo esta uma das características mais marcantes dos *hedge funds*. A limitada regulação e supervisão a que estão sujeitos²⁰ dá-lhes uma grande autonomia de atuação, podendo gerir, de forma flexível, proativa e inovadora, pois não têm que respeitar as regras de transparência, gestão, contas sociais ou divulgação de informação, como também possuem uma extensa autonomia na composição das carteiras, podendo investir em todos e quaisquer ativos financeiros que achar conveniente. De referir que o gestor deverá ter sempre em atenção o perfil e a tipologia de investimento que escolhe.

Por este motivo se diz que os resultados de um *hedge fund* dependem, em grande medida, das competências dos gestores, desde logo, originalidade, rapidez e previsão com que tomam as decisões, bem como, o árduo trabalho de pesquisa e avaliação dos investimentos mais lucrativos.

Por fim, quanto à sua natureza, os *hedge funds* são entidades jurídico-organizativas de investimento coletivo (FIM ou OICVM), legalmente atípicas²¹. Existe uma grande diversidade quanto à forma que podem adotar, podendo assumir uma sociedade em comandita simples, um *offshore company*, *trusts* ou outra. Na UE, os *hedge funds* estão enquadrados na categoria mais ampla dos FIA²², referente a todos os fundos não harmonizados nos termos da Diretiva do Conselho 85/611/CEE, de 2 de dezembro²³. Constituem estruturas organizativas de sujeitos singulares ou coletivos que investem os seus capitais próprios num fundo, com o objetivo de que os mesmos sejam aplicados em instrumentos financeiros²⁴. Estes fundos assumem natureza, maioritariamente, fechada,

²⁰ FRASE, Dick, *Regulatory Creep and Convergence: Hedge Funds and the regulators*, pg. 18

²¹ Esta situação de atipicidade legal, está em mudança. Nestes últimos anos temos verificado uma tentativa de incluir esta figura, em disciplina própria, no ordenamento jurídico de diversos países. Os *hedge funds* já estão consagrados na Itália, Espanha, Alemanha, Estados Unidos da América. Para aprofundamento vide ANTUNES, J. Engrácia, *Os “hedge funds” e o governo das sociedades*, pg. 33-40

²² O FIA é um setor muito vasto que abrange não só os *hedge funds* como também os *private equity*, os fundos imobiliários, os *commodity funds* e os fundos de infra-estruturas.

²³ A diretiva 85/611/CEE sofreu alterações com a aprovação da Diretiva 2005/1/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 9 de março de 2005.

²⁴ Os instrumentos financeiros podem incluir Valores Mobiliários (unidades de participação, *warrants*, ações, obrigações), instrumentos do mercado monetário (papel comercial, bilhetes de tesouro, obrigações de caixa) ou derivados (futuros, opções, *swaps*, índices) vide, CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito de Valores Mobiliários* pg. 188-218

pelo que eliminam o risco de desmobilização antecipada das unidades de participação. Desta feita, podem investir em ativos com mais ou menos liquidez, dando-lhe maior flexibilidade na escolha das estratégias (posições longas e produtos mais ilíquidos), conforme for mais oportuno.

Outra característica que define os *hedge funds*, é a política de remuneração da gestão. A remuneração é efetuada numa dupla base. Existe uma remuneração de gestão (*management fee*) consistindo numa taxa fixa sobre o património do fundo e ainda uma remuneração de performance ou de incentivo (*performance fee*) que é variável em função dos resultados obtidos pelo fundo²⁵.

Normalmente é assumido pelos gestores dos *hedge funds*, que a remuneração de performance só é devida quando a rentabilidade do fundo atinja o seu máximo histórico (*high watermark principle*) ou quando a mesma seja superior à rentabilidade do último período em que houve lugar à cobrança de *performance fee* (*high-to-high principle*).

Posto isto, a remuneração variável em função do retorno absoluto do capital, levanta algumas questões relativamente às alterações que esta remuneração provoca na propensão (maior propensão ao risco) do gestor ao risco.

Em suma, e de acordo com a corrente dos autores Ackermann, McEnally e Ravenscraft²⁶, as características essenciais dos *hedge funds* são a estrutura organizacional multifacetada, a pouca regulação e o uso de uma panóplia de estratégias de investimento com o intuito de alcançar a sua finalidade (maximização do retorno absoluto).

A liberdade e flexibilidade com que os gestores atuam e as elevadas taxas de remuneração (de gestão e de performance) são fatores distintivos deste veículo de investimento alternativo. Estes fundos, destinam-se, apenas, aos investidores conscientes e sofisticados, com património considerável.

²⁵ Na remuneração de incentivo, as taxas podem atingir valores muito elevados (acima de 20%). A remunerações dos gestores é uma temática que levanta alguma controversa entre diferentes autores. Alguns consideram que os incentivos remuneratórios são benéficos para o fundo já que proporciona um alinhamento de interesses, no entanto outros autores consideram que tais incentivos poderão influenciar a tomada de decisão no que concerne as estratégias de investimento a adotar, sendo que prevalece as estratégias de curto prazo em detrimento dos interesses dos investidores.

²⁶ ACKERMANN, Carl, MCENALLY, Richard, RAVENSCRAFT, David, *The performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives*, p. 833-835

1.4. Tipos de investidores

Como referido anteriormente, os *hedge funds* captam investidores de modo privado, sendo que a subscrição é limitada a um reduzido número de investidores, onde o valor de subscrição mínimo está definido no momento da constituição. Os principais alvos desta figura são investidores particulares com elevado património²⁷ - *High Net Worth Individuals* e investidores institucionais²⁸. Os investidores institucionais mais expressivos são os fundos de investimento (fundos de fundos), fundos de pensões, bancos e instituições financeiras, seguradoras, fundações e organizações sem fins lucrativos²⁹.

Os diversos investidores diferem entre si ao nível da propensão ao risco, objetivos, duração do investimento e motivações ou restrições. Os gestores de *hedge funds* estão conscientes desta questão, e com o propósito de atender as necessidades de todos os investidores, constituem carteiras de investimentos diferenciadas para que se adequam aos diferentes perfis. As especificidades de cada *hedge fund* pode ser obtido através da análise do memorando de oferta³⁰.

1.5. Tipos de estratégias

Como temos vindo a referir, umas das características primordiais dos *hedge funds* consiste na enorme liberdade regulatória e a diversidade de estratégias que usufruem³¹. A conjugação destes atributos com o objetivo de maximização do retorno absoluto levou à

²⁷ A comercialização de *hedge funds* a investidores não profissionais está sujeita a requisitos muito rigorosos e tem que ter permissão prévia por parte do Estado-Membro, conforme disposto no artigo 43º da diretiva 2011/65/UE de 8 de junho de 2011.

²⁸ Investidores institucionais ou investidores qualificados. No artigo 30º do CMVM enumera os diversos investidores qualificados no ordenamento jurídico português.

²⁹ De acordo com o relatório da FSA relativo ao risco sistemático dos *hedge funds* de agosto de 2012, 77% do capital investido originaram destes investidores institucionais (realidade do Reino Unido) – dados disponíveis em www.fsa.gov.uk.

³⁰ O memorando de oferta disponibiliza aos potenciais interessados no fundo de investimento, as informações sobre as especialidades do fundo (estratégia e técnicas de investimento, limite de alavancagem, montante mínimo de subscrição, momento da desmobilização).

³¹ Enumeramos aqui algumas das estratégias que podem ser utilizadas: Arbitrage, Equity Market Neutral, Fixed Income Arbitrage, Convertible Arbitrage, Event Driven, Merger Arbitrage, Distressed, Special Situations, Direcional/Tática, Long Short Equity, Managed Futures, Global Macro, Emerging Market Strategy. Ainda sobre estratégias de investimento vide, ANTUNES, J. Engrácia, *Os “hedge funds” e o governo das sociedades*, pg. 30-33.

criação e aprimoramento de uma enorme gama de modelos e estratégia de investimento que, com frequência, chega a atingir estratégias de alto risco (Alpha strategies)³². Sendo este investimento de risco, que provoca uma das principais características que justifica alguma da opacidade que circula em torno dos *hedge funds*.

Os *hedge funds* podem circunscrever-se a uma única estratégia, como também, podem combinar diversas estratégias, a fim de adquirir flexibilidade, gerir risco e diversificar investimentos. As estratégias podem ser divididas em três categorias, sendo a *Arbitrage*, a *Event Driven* e o *Directional/Trading*.

A *Arbitrage* utiliza estratégias que neutralizam o efeito da volatilidade do mercado, permitindo que seja capturado ganhos com as ineficiências dos preços. Esta estratégia é realizada através da manutenção de posições curtas e longas³³ e, até mesmo, no recurso a instrumentos de derivados (exploração de obrigações, ações ou crédito hipotecário). Atenta à natureza jurídica, económica e financeira desta problemática, importa referir que este grupo concentra-se nas oscilações dos mercados.

Uma das formas que os gestores de *hedge funds* têm disponíveis para diversificação do risco da carteira, é a utilização da estratégia de fundo de fundos que consiste na criação de uma carteira exclusivamente composta por outros fundos³⁴.

Segundo a corrente de *Event Driven*, a estratégia consiste na análise dos episódios (económico ou empresarial) que possam alterar significativamente o valor das cotações dos valores mobiliários (fusões, aquisições, falências, oferta pública de aquisição).

Os ganhos verificam-se com a concretização das expectativas do gestor do fundo. Note-se, que existem técnicas que influenciam estes eventos, como é exemplo o ativismo societário.

No que tange à *Directional/Trading*, esta estratégia utiliza ferramentas de especulação, normalmente, combinados com alavancagem, com o intuito de obter ganhos com as oscilações dos preços dos ativos. Ao antecipar movimentos (flutuações do

³² O retorno do investimento está dependente do Alpha e do Beta. O Alpha corresponde ao retorno gerado pelo know-how do gestor; do seu conhecimento e das informações que possui. O Beta corresponde ao retorno obtido pelo mercado. Quando se utilizam estratégias arriscadas, existe o risco de perda total. Para mais detalhes sobre Alpha e Beta, vide THAN, Vinh Q. *Evaluating hedge fund performance*, pg. 51 e ss

³³ Nas ações em que é expectável um retorno superior ao preço do mercado, são tomadas em posições longas e as que se prevê um retorno inferior são tomadas em posições curtas.

³⁴ Uma carteira com diferentes ativos representa menos risco do que a soma dos riscos individuais de cada ativo que a constitui. Não depende só dos ativos que compõe a carteira, mas também das taxas de rentabilidade dos ativos que compõem a carteira. Para aprofundar esta matéria, vide MENDES, Victor, ABREU, Margarida, *Cultura Financeira dos Investidores e diversificação de carteiras*.

mercado cambial, *commodities* ou taxas de juro), assiste ao gestor a possibilidade de tomar posições curtas (*short selling*) a descoberto, com o objetivo de obtenção de ganhos em horizontes temporais muito curtos.

A par, analisam a evolução macroeconómica dos mercados em que atuam de forma a antecipar os eventos futuros, no sentido de obter um retorno ajustado ao risco. Desta feita, utilizam a especulação e a flutuação do mercado para usufruir das tendências e inconsistências do mercado, incrementando a obtenção de ganhos.

2. Contraposição dos *hedge funds* face aos OICVM tradicionais

Tal como referenciado anteriormente, os *hedge funds*, são considerados veículos de investimento coletivo em valores mobiliários, assim como os OICVM.

No entanto, não podemos deixar de enumerar algumas características distintivas entre as duas figuras.

Os *hedge funds* são veículos de investimento privado e de subscrição limitada, que se evidenciam pelo forte investimento em *short selling*.

Deste modo, arranjam um mecanismo de descorrelação dos retornos com o mercado, e em simultâneo, uma forma de maximizar os lucros dos fundos (finalidade de cobertura de risco assim como de especulação).

Já os OICVM não podem agir com base nesta análise, uma vez que os limites regulatórios são muito fortes e não permitem o uso intensivo desta técnica. No seguimento desta lógica, maioritariamente, assumem investimentos em ações e obrigações com tomada de posições longas, e a um nível marginal e temporário recorrem ao *short selling*.

Outro fator diferenciador dos *hedge funds* é a questão da composição das carteiras de investimento. Os OICVM estão vinculados a regras de diversificação de carteira muito fortes, tanto a nível de regras imperativas impostas pela legislação como pelo princípio do gestor prudente. Desta forma, o gestor de um OICVM deverá fazer prevalecer a segurança do fundo em detrimento do aumento do lucro que esse risco poderia causar.

No caso dos *hedge funds*, orientam o seu investimento segundo as oportunidades oferecidas pelo mercado apostando, intensamente, nesses ativos tornando, por vezes, a carteira muito concentrada com o intuito de extrair o máximo retorno possível.

De referir, que os *hedge funds* na sua generalidade, conseguem extrair maiores retornos financeiros, sem a possibilidade de olvidarmos o risco acrescido que esta técnica acarreta para o fundo.

No que concerne à finalidade, também aqui, são encontradas diferenças entre os *hedge funds* e os OICVM. Enquanto os primeiros perseguem a maximização do retorno absoluto, os OICVM regem-se pela prossecução do retorno relativo³⁵. Deste modo, o objetivo dos OICVM, assenta na obrigatoriedade do retorno positivo, ou seja, que a taxa de retorno do seu fundo seja superior ao índice de referência (pode ser positivo e aparentemente ter rendibilidade negativa); procuram maximizar os lucros nos cenários positivos e minimizar as perdas nos cenários negativos.

No que aos *hedge funds* diz respeito, e uma vez que utilizam o retorno absoluto, a finalidade é, independentemente do cenário esperado, obter um retorno absoluto positivo, ou seja, uma taxa de retorno superior à taxa de juro. Pelos costumes, torna-se usual que os gestores investam em contraciclo à tendência dos mercados, sendo que alguns dos resultados mais interessantes ocorreram em momentos de instabilidade ou colapso dos mercados financeiros.

No seguimento deste último ponto, podemos encontrar outra divergência no modo de atuação entre os *hedge funds* e os OICVM.

Nos primeiros apresenta-se notório o uso intensivo de instrumentos financeiros, como a alavancagem e os derivados. Sendo, também, desta forma que estes conseguem atingir taxas de retorno absoluto superiores, mesmo nos cenários menos desejáveis.

Aos OICVM estão proibidas, por lei, a utilização de instrumentos de derivadas e limitada o uso de alavancagem (uso marginal).

Por último, referimos as diferenças quanto ao risco de perda do capital inicial do investimento. Os OICVM encontram-se pouco expostos ao risco de gestão (o gestor tem pouca intervenção, pela existência de intensa regulação) e estão mais expostos ao risco de mercado (não utilizam técnicas de cobertura de risco). Detêm carteiras diversificadas e as estratégias de investimento são passivas (estratégias de *Exit*³⁶) e de longo prazo.

³⁵ Retorno Relativo é um retorno medido em função de determinado índice, normalmente utilizam um market-benchmark.

³⁶ Quando os OICVM não estão de acordo com a tomada de decisões da administração da sociedade em que investiu, procura a saída. Não tenta uma intervenção mais ativa junto da administração, “if you don’t like management, sell; if you don’t sell, support management”, vide ALMEIDA, António Pereira de, *O governo dos fundos de investimento*, pg. 30

Por outro lado, os *hedge funds* minimizam ao máximo a exposição ao risco de mercado (utilização de estratégias de cobertura de risco). No entanto, estão mais dependentes das decisões do gestor, pelo que está mais exposto ao risco de gestão. Detêm carteiras mais concentradas e as estratégias de investimento são ativas e mais agressivas (optam por estratégias de *Voice*³⁷).

Atento exposto, podemos concluir que os *hedge funds* representa uma categoria destacada dos outros OICVM.

³⁷ Os *hedge funds* optam por uma postura mais ativa, quer ao nível do direito de voto quer na capacidade de influência na gestão das sociedades. É mais fácil nos *hedge funds* do que nos OICVM, consequência da pouca regulação que incide sobre esta figura (não há limites no que toca à diversificação).

Capítulo 2 – A influência dos *hedge funds* nas sociedades

1. A entrada dos *hedge funds* na estrutura societária (abertas)

O papel dos *hedge funds* na estrutura societário tem sido cada vez maior, pelo facto de não podemos olvidar a efeitos que estes provocam na atividade societária. É notório o crescimento do interesse dos *hedge funds* na entrada no capital de sociedades, com o intuito de ter uma posição mais ativa, dinâmica e empenhada na valorização dos ativos dessas mesmas sociedades. O ativismo dos *hedge funds* nas sociedades prosperou no rescaldo da crise de 2007, isto porque houve a necessidade, por parte dos gestores destes fundos, de contrariar o movimento dos mercados financeiros (que naquela época estava em queda). Esta alteração no comportamento dos *hedge funds* proporcionou uma diminuição da correlação com o mercado e incrementou o retorno absoluto dos fundos, sobretudo num momento de grande, crise em todo o sistema económico e financeiro.

O processo de investimento nas sociedades, inicia-se pela seleção das potenciais sociedades-alvo³⁸. É realizado uma investigação com o intuito de detetar quais as empresas que mais beneficiariam com a intervenção do *hedge fund*, sendo que comumente são sociedades que atravessam problemas financeiros substanciais, por vezes, sociedades que já não conseguem contrair mais empréstimos junto de entidades bancárias e financeiras. Após apuramento das sociedades-alvo, os gestores do *hedge fund* adquirem participações (ações ou títulos de dívida)³⁹ da sociedade onde pretendem intervir com o capital do fundo, numa proporção que lhes permita influenciar a administração dessa sociedade.

Os gestores de *hedge funds* imiscuem-se na gestão destas sociedades com a intenção de proporcionar a concretização da sua estratégia de maximizar o retorno. Aguardam que a sua intervenção acrescente valor à sociedade e, consequentemente, beneficiam desta

³⁸ Cf. Engrácia Antunes, *Os “Hedge Funds” e o governo das sociedades* - “o processo de investimento passa pela identificação de potenciais sociedades alvo (v. g., sociedades comerciais com ações subavaliadas, com gestão deficiente, com posições de mercado comprometedoras, etc.) seguida da tomada de posições acionistas nestas sociedades que vão preordenadas ao exercício de uma influência directa na respectiva administração como forma de aumentar o valor de mercado destas.”

³⁹ Utilizam o instrumento jurídico, o contrato de compra e venda, previsto nos art. 874º e ss do CC e art. 463º do CCom.

valorização através da venda das suas unidades de participação ou então através da distribuição de dividendos, consoante a postura que os gestores pretendam utilizar.

Posto isto, podemos constatar que o comportamento adotado pelos *hedge funds*, na estrutura societária, diverge muito da postura que os fundos institucionais têm perante as sociedades em que investem. Enquanto que os primeiros atuam de modo ofensivo, os outros investidores atuam de modo defensivo⁴⁰. No entanto, não é só a finalidade que causa esta divergência, mas sim o facto de que os *hedge funds* gozam de uma liberdade regulatória⁴¹ discrepante dos outros investidores, possuem uma elevada capacidade financeira e não estão tão expostos a problemas de conflitos de interesses⁴².

A liberdade regulatória com que atuam, permite aos gestores adquirirem ações ou títulos de dívida expressivos no capital da sociedade, que sejam suficientes para proporcionar uma voz ativa dentro da administração. Não sofrem imposições quanto à diversificação da carteira, estratégias utilizadas, (capital próprios ou recurso a alavancagem) e não estão vinculados a requisitos de transparência ou divulgação de informação.

Quanto à capacidade de investimento, os *hedge funds* apresentam uma elevada capacidade de investimento em unidades de participações das sociedades. Possuem patrimónios financeiros vultuosos, que são intensamente ampliados com a prática de estratégias de alavancagem. Normalmente a dimensão dos *hedge funds* é inferior à dos outros investimentos institucionais, não obstante o recurso à alavancagem e a negociação em derivados possibilita que assumam uma posição acionista relativamente superior. Por vezes, para aumentar a influência dentro da sociedade, os gestores também coordenam estratégia com pequenos acionistas, que lhes cedem a sua representação (através de instrumentos de representação⁴³). Por outro lado, os *hedge funds* tendem a conciliar a sua

⁴⁰ De acordo com KAHAN, Marcel e ROCK, Edward, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, pg. 1069, o ativismo dos *hedge funds* é ofensivo (estratégico e ex ante), primeiro analisa os benefícios que o seu ativismo proporciona à sociedade e só depois decide se investe. O ativismo dos investidores institucionais (fundos de mútuo e fundos de pensões) são defensivos, porque só intervêm em situações de resultados insatisfatórios ou de gestão deficitária.

⁴¹ Os OICVM estão sujeitos a uma regulação muito restrita. Tratando-se de fundos de subscrição pública, a malha regulatória é mais apertada, nomeadamente com regras específicas de diversificação de carteira e risco, maior transparência nas estratégias utilizadas, obrigação de divulgação de informação e está vedado recurso a instrumentos financeiros complexos.

⁴² Normalmente os fundos institucionais pertencem a grandes grupos financeiros, pelo que estão restringidos a recomendações do grupo, no entanto, por vezes, prevalecem os interesses do grupo aos interesses do fundo.

⁴³ É comum os *hedge funds* divulgarem quais as estratégias que pretendem adotar para valorização da sociedade e convidam os acionistas minoritários a apoiar o fundo, através da emissão de instrumentos de representação em seu nome. Esta comunicação é fortemente divulgada de forma a chegar ao conhecimento

atuação com os órgãos de administração, oferecendo o seu conhecimento e técnica/experiência profissional, com o objetivo de tornar o seu ativismo menos agressivo.

A independência com que operam os *hedge funds*, comumente desassociados de grupos financeiros, dá-lhes autonomia para atuar de acordo com os fins do fundo, ou seja, não estão sujeitos a pressões comerciais. Com efeito, não estão tão expostos a interesses conflituosos e a maximização do retorno absoluto prevalece sobre tudo o resto.

Face ao exposto, podemos apurar que os *hedge funds* têm uma capacidade de reação mais rápida, flexível e dinâmica do que os outros investidores, o que permite um melhor desempenho na concretização das suas estratégias e com resultados mais favoráveis.

2. O Impacto dos *hedge funds* nas sociedades

As estratégias de investimento dos *hedge funds* introduziram uma nova espécie de acionistas, que possuem mais incentivos financeiros e estruturais, gestores experientes e com mais conhecimentos, informações sobre mercado, cuja pertença cifra-se em participar mais ativamente na administração das sociedades que compõem a carteira do fundo. Os gestores destes fundos, antes de adquirir participações de uma sociedade, constataram que a sua influência seria benéfica para a sociedade, assim como já decidiram qual a estratégia que pretendem implementar nessa sociedade para potenciar o seu património.

Estas estratégias podem ser divididas em dois grupos, sendo o primeiro grupo designado de posições de curto prazo e o segundo de posições de longo prazo. As de curto prazo são operações assentes em *intraday trading*, pelo que normalmente não importam participação ativa na gestão da sociedade. Utilizam estratégias como a *short selling* para obter margens de retorno para o fundo, através da variação do preço das ações, num tempo muito reduzido (habitualmente transações de um dia). Em estratégias de investimento de longo prazo, os gestores dos *hedge funds* tendem a exercer influência nas decisões tomadas pela administração das sociedades.

da maioria dos acionistas minoritários. Para mais desenvolvimentos sobre formas de representação vide. ABREU, Jorge Manuel de Coutinho, *Curso de Direito Comercial*, pg. 562 e ss; CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito de Valores Mobiliários*, pg. 176 e ss

2.1. Abordagens de Curto Prazo

A atuação dos *hedge funds*, nos investimentos com tomada de posições curtas, consiste numa análise do mercado que procura aproveitar os desfasamentos dos preços do mercado. Com o recurso ao *short selling*, os *hedge funds* adquirem ações sobrevalorizadas por empréstimos, para colocá-las à venda no mercado e esperar que a cotação desça. Com o montante da venda, os gestores dos *hedge funds* esperam conseguir adquirir no mercado (recompra) o mesmo número de ações, que serão devolvidas ao mutuante, e ainda concretizar um ganho com o diferencial positivo entre a venda e a compra, depois de descontado o valor da comissão de empréstimo e respetivos juros. Este valor é o retorno que o fundo obteve com esse investimento. Não obstante, os gestores estão atentos às movimentações do mercado, pelo que tentam identificar qualquer evento que possa fazer alterar os preços das ações dessa sociedade (a título de exemplo, fusões, cisões, distribuição de dividendos, ofertas públicas de aquisição), com o objetivo de antecipar e obter ganhos com as oscilações do mercado. Tão frequentemente apostam na valorização das ações como na desvalorização das mesmas, o que releva é o ganho que podem obter com a discrepância dos preços.

Não podemos deixar de referir, que existe alguns riscos inerentes a esta prática, nomeadamente a possibilidade de prática de atos ilícitos, como a utilização de informações privilegiadas e a manipulação dos mercados, por exemplo através da especulação, e a indução a comportamentos de *herding behavior*⁴⁴. Além disto, é previsível a ocorrência de divergência de interesses entre os *hedge funds* e os acionistas de longo prazo, uma vez que o *short-termism* poderá conduzir a estratégias que sejam prejudiciais para a sociedade participada.

⁴⁴ O *herding behavior* consiste num comportamento de um grupo de investidores que, de forma irracional imitam outros intervenientes do mesmo mercado, quer seja movimentos de compra ou venda. Para desenvolvimentos sobre *herding behavior*, vide NOFSINGER, John e SIAS, Richard, *Herding and feedback trading by institutional investors*”, pg. 2263 e ss. Neste cenário, os fenómenos de imitação podem ocorrer nos casos em que os outros investidores pressintam que os *hedge funds* usaram informações privilegiadas que os restantes intervenientes no mercado não obtiveram e por esse motivo imitam as reações dos *hedge funds*. TANCREDI Sara, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, pg. 89 e ss

Salienta-se, também, que o recurso ao *short selling* apresenta-se vantagens para os *hedge funds*, nomeadamente ao nível da cobertura de risco para os investimentos com posições longas, assim como, proporciona liquidez para o mercado financeiro.

Ao contrário, dos investimentos com posições longas, neste tipo de investimentos os gestores não pretendem provocar qualquer alteração ou influência no domínio societário.

2.2. Abordagens de Longo Prazo

Tendo como premissa de base a tipologia dos *hedge funds* como um veículo de investimento coletivo que visa a obtenção do máximo de retorno possível, para o capital investido nas participações que detêm e, para que isto seja alcançado, torna-se necessária uma gestão muito ativa e agressiva das suas carteiras de participações sociais. Desta feita, em investimentos com tomada de posições longas, os *hedge funds* envolvem-se profundamente na estrutura societária dessas sociedades⁴⁵, como forma de preservar a concretização dos seus objetivos.

Apesar de, habitualmente, deterem participações minoritárias⁴⁶, ao atuarem em sociedades abertas, as participações ganham uma importância desmesurada, perante o absentismo dos restantes acionistas. Para além disto, o facto de os *hedge funds* incitarem os outros investidores minoritários a emitirem instrumentos representativos⁴⁷ a seu favor, assim como o recurso ao empréstimo de ações, contribuem para o aumento da representação dos *hedge funds*, no momento do exercício do voto. Desta feita, permite que o fundo detenha uma voz ativa na tomada de decisão da sociedade participada, nas

⁴⁵ Apesar dos investidores institucionais possuírem meios para adotar o mesmo comportamento, a realidade é que, na maioria dos casos, o mesmo não acontece. Isto é justificado por diversos fatores, nomeadamente a existência de conflitos de interesses e do risco de aproveitamento por free-riders. Para uma comparação entre o ativismo dos *hedge funds* e o ativismo dos investidores institucionais, vide. KAHAN, Marcel e ROCK, Edward, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, pg. 1028 e ss.

⁴⁶ Não pretendem obter participações grandes, como salvaguarda a eventuais obrigações de lançamento de OPA. Preferem a associação a outros acionistas através de instrumentos de representação, ou então através do empréstimo de unidades de participação.

⁴⁷ Em conformidade com Thomas W. Briggs, os *hedge funds* esforçam-se para obter instrumentos representativos de outros acionistas, com o intuito de, conjuntamente, conseguirem provocar alterações no controlo societário (*proxy fights*) – vide, BRIGGS, Thomas W., *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: na Empirical Analysis*

assembleias gerais, e consequentemente providencie pelas alterações que acredita ser necessárias para a valorização do património dessa sociedade.

Importa mencionar que os *hedge funds* ao procurarem ativamente estratégias de criação de valor para as suas participações sociais, também estão a zelar pelos interesses dos demais acionistas, que por diversas razões não têm competência para atuar de forma isolada⁴⁸.

3. Meios de influenciar a sociedade participada

Os *hedge funds* adquirem as participações sociais com o intuito de provocar alterações no seio dessa sociedade. Existe uma verdadeira intenção, por parte do fundo, de exercer ativamente os seus direitos de acionistas nestas sociedades. Este ativismo pode ser exercido de diversas formas, inclusivamente através da monitorização dos órgãos de administração, garantindo a maximização do valor patrimonial no longo prazo, mudanças nas políticas empresariais e estruturas jurídicas ou mesmo na reestruturação dos órgãos sociais. A supervisão da gestão procura a otimização dos recursos das sociedades, controlo do desempenho dos órgãos de administração, proporcionando a eliminação de alguns custos de agência e pressionando as sociedades a executar reorganizações que criem valor, a saber adequação das remunerações das administrações (frequentemente elevadas), reestruturação de estratégias de expansão e a alienação de ativos, nos casos em que é necessário.

O ativismo dos *hedge funds* na estrutura organizativa das sociedades podem manifestar-se de diversas formas, nomeadamente ao nível das assembleias gerais, nos órgãos de administração (alterações na composição, funcionamento ou organização), na reestruturação societária (fusões, cisões) ou no controlo societário.

⁴⁸ Regularmente, os acionistas minoritários (e institucionais) não supervisionam nem acompanham a administração da sociedade, visto que os custos inerentes a esta operação são muito elevados quando comparados com o benefício obtido. De acordo com Bernard Black: “institutional shareholders are hobbled by a complex web of legal rules that make it difficult, expensive, and legally risky to own large percentage stakes or undertake joint efforts” cit. in BLACK, Bernard S., *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 *Michigan Law Review*. 520

3.1. Assembleias Gerais

A atuação dos *hedge funds* nas assembleias gerais, prende-se com o desempenho do seu papel como acionistas em geral. Apesar de estarem atentos as informações fornecidas pelo mercado, também solicitam a sociedade em questão todas as informações que lhes sejam convenientes, nomeadamente sobre as estratégias de negócio. Assim sendo, exercem pressão sobre a administração da sociedade para ajustar a estrutura organizativa, utilizando para tal os direitos que têm a sua disposição. Analisam e fiscalizam as atividades dos órgãos de administração, participando ativamente na tomada de decisão das assembleias gerais. Estas manifestações de poder são ainda mais expressivas quando comparamos com o comportamento apático da maioria dos outros acionistas minoritários (investidores institucionais).

Existe um recurso intensivo ao voto por procuração (*proxy rights*); batalhas de representação, com o intuito de implementar o alinhamento dos interesses entre *hedge funds* e os outros acionistas minoritários. Desta feita, conseguem uma majoração do poder de voto e influência de todos os acionistas minoritários na tomada de decisão da sociedade, que acreditam ser um mais valia para a valorização das suas participações sociais⁴⁹.

Como referido anteriormente, os *hedge funds* (normalmente) não estão vinculados a domínios de outras sociedades e a sua desassociação a grupos financeiros, permite-lhes promover ações judiciais contra a sociedade participada ou elementos do órgão de administração. Por esse motivo, caso detetem alguma anomalia na estrutura societária, poderão recorrer aos meios judiciais que têm ao seu dispor, tais como, a impugnação de deliberações de alteração de estatuto ou a impugnação (responsabilidade civil) dos administradores, sem que isso suscite consequências negativas futuras.

Em suma, os *hedge funds* proporcionaram um mecanismo que enfraquece a apatia racional dos acionistas minoritários e, em simultâneo, mostram-se como aliado para a melhoria da administração da sociedade (muito através do *corporate governance*⁵⁰ e

⁴⁹ Neste sentido, por vezes, os *hedge funds* utilizam o exercício do direito de voto no sentido de pressionar a administração a tomar posições que favorecem o retorno absoluto, nomeadamente, a distribuição de dividendos, compra de ações próprias ou a redução do capital social.

⁵⁰ O Corporate governance consiste num sistema de regras e condutas pelo qual as sociedades são geridas. Está em causa “a análise da organização, tutela e relacionamentos entre os diversos sujeitos envolvidos na sociedade (sócios e investidores, administradores credores e outros stakeholders) e a gestão dos

diminuição dos custos de agência⁵¹). Os *hedge funds* apresentam um poder e incentivos económicos que permitem influenciar decisões de *corporate governance* e disciplinar a administração, nomeadamente através da supervisão financeira.

3.2. Órgãos da administração e fiscalização

Com a entrada dos *hedge funds* na estrutura societária, os órgãos da administração das sociedades participadas sentiram que estes novos investidores exerciam pressão sobre eles, com o intuito de melhorarem a estrutura governativa. A ação dos *hedge funds* pode ser apenas de monitorização das atividades da administração, assim como pode chegar à intervenção na estrutura do órgão de fiscalização e administração, tal como a destituição de algum(s) elemento(s).

A atuação do fundo pode ser concretizada de duas formas, por negociação informal⁵² ou por consignação de um representante que integra no órgão da fiscalização ou da administração.

No caso da negociação informal, a administração da sociedade está ciente de que os gestores dos *hedge funds* possuem excelentes competências financeiras e com informações privilegiadas sobre o mercado, e por isso acreditam que as suas sugestões por eles apresentados, são efetuadas de forma consciente e informada, sendo uma mais valia para a sociedade. Assim, as ideias expostas por estes indivíduos, são acatadas e implementadas pela administração da sociedade participada, uma vez que estes gestores passam a ser vistos como grande parceiro de negócios, especialmente para as empresas que se encontram com dificuldades financeiras.

Nos casos da consignação de um representante do *hedge fund* para os órgãos de administração ou fiscalização, este novo elemento passa a exercer pressão através da

diversos conflitos de interesses surgidos” Sobre corporate governance vide, OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de governo das sociedades*

⁵¹ A separação entre a gestão e o poder permite a assimetria de informação entre administradores e investidores, produz custos por causa da divergência de interesses entre os intervenientes. Estes custos são chamados de custos de agência. Para mais desenvolvimentos sobre custos de agência vide JENSEN, Michael, MECKLING, William, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, pg. 308 e ss

⁵² Por vezes é reforçada por pressões públicas sobre a política empresarial, que obrigam as sociedades a seguir as decisões dos *hedge funds* vide, - ANTUNES, J. Engrácia, *Os “hedge funds” e o governo das sociedades*

fiscalização da administração, e tendem a salvaguardar os interesses dos acionistas minoritários.

3.3. Reestruturação societária

Nos investimentos *short-termist*, os *hedge funds* tentam antecipar as movimentações do mercado, por vezes, provocados por eventos empresariais, com o objetivo de obter lucros com as oscilações dos mercados. Estes fundos detetam as ineficiências do mercado e tentam tirar partido dessas falhas.

No entanto, em investimentos *long-termist*, é usual os *hedge funds* utilizarem o exercício de voto no sentido de pressionarem a sociedade a concretizar ou bloquearem determinados eventos, nomeadamente as fusões, aquisições, cisões ou a alienação de determinados ativos. O intuito primordial dos *hedge funds* neste tipo de intervenções é o de induzir as sociedades a otimizar os seus recursos, tanto materiais como financeiros, provocando a redução de custos ou a beneficiar de sinergias. Desta feita, conseguem mitigar a destruição de valor ou a criação de valor, respetivamente.

3.4. Controlo societário

É cada vez mais notório o envolvimento dos *hedge funds* no controlo societário. A simples entrada do fundo na estrutura societária produz um efeito na atuação dos órgãos de administração e fiscalização. Isto resultando do facto destes órgãos estarem cientes da competência dos gestores dos *hedge funds* e como consequência têm mais cautela na gestão da sociedade. Usufruindo deste incentivo, os *hedge funds* protegem os interesses de todos os acionistas da sociedade, assim como também procuram potenciar os seus próprios interesses.

Relativamente ao controlo societário, os *hedge funds* são extremamente ativos nas transações que envolvem potenciais alterações do controlo societário. Podemos destacar

três bases de atuação⁵³: bloqueio de aquisições do lado do adquirente (*blocking acquirers*), bloqueio da venda do lado do adquirente (*blocking targets*) e incentivo à venda a terceiros ou ao próprio fundo (*making bids*).

No que concerne ao *blocking acquires*, o intuito dos *hedge funds* é o de impedir a concretização de uma transação de compra, em casos que constatarem que a transação pode provocar a perda de valor para a sociedade.

Já no caso de *blocking targets*, o mesmo consiste na tentativa de impedir a venda da sociedade para um terceiro. Ocorre quando os *hedge funds* acreditam que a venda não é benéfica para os *stakeholders* ou porque julgam poder intervir no sentido de melhorar os termos do contrato.

Por último, o *making bids*, comporta casos em que os *hedge funds* intervêm no sentido de impulsionar a aquisição da sociedade por terceiros, sendo que, por vezes, também se apresentam como potenciais interessados. É comumente o recurso a meios litigiosos para concretização dos seus objetivos, assim como também são conhecidos alguns casos em que os *hedge funds* lançam OPAs.

O facto de os *hedge funds* possuírem uma grande capacidade de persuasão perante os acionistas minoritários e a emissão de instrumentos de representação, confere-lhes um poder de voto significativo. Como consequência, os *hedge funds* ganham relevância dentro do domínio societário, sendo-lhe permitido eventuais aquisições de controlo (ameaça ou efetiva) – casos de OPAs⁵⁴.

⁵³ Neste ponto seguimos KAHAN, Marcel e ROCK, Edward, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, pg. 1034 e ss; ZONONI, Andrea, *Hedge Funds' Empty voting in Mergers and Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective*, pg. 9 e ss

⁵⁴ São conhecidos alguns casos em que o fundo lança uma OPA sobre a sociedade participada, no entanto, esta não é uma prática corrente dos *hedge funds*. Este tipo de prática é mais comum nos *private equities*, onde o fundo já investe numa sociedade com o intuito de posteriormente adquirir o controlo da sociedade. A *private equity* consiste na aquisição de participações sociais de uma sociedade com vista a introduzir alterações na gestão da sociedade e eliminação de custos de má gestão. Para concretizar este objetivo, eles tentam conquistar uma posição de controlo da empresa, normalmente através de operações de *Debt-to-equity*, *Leverage Buy Out (LBO)*, *Management Buy Out (MBO)* ou *Management Buy In (MBI)*. Apesar do objetivo dos *hedge funds* e dos *private equities* serem o mesmo, ou seja, o retorno do investimento com a venda das unidades de participação, as técnicas utilizadas para criação de valor dos ativos diferem. As *private equities* são mais agressivas do que os *hedge funds*. Para aprofundamento sobre *private equity* vide, CHEFFINS, Brian, ARMOUR John, *The Eclipse of Private Equity*

4. A intervenção dos *hedge funds* na insolvência das sociedades

A crise financeira e económica de 2007, desencadeou grandes alterações no sistema financeiro em geral, o que transpôs para o mercado de créditos e capitais uma grande instabilidade e incerteza. Neste sentido, verificou-se um extremo abrandamento na disponibilização de financiamento às empresas, principalmente àquelas que se encontravam em situações financeiras menos favoráveis.

É nesta sequência que os *hedge funds* desenvolvem uma nova estratégia que assimila as disparidades desencadeadas pela crise, que consiste na intervenção do fundo em sociedades insolventes, tanto com os recursos financeiros como recursos humanos⁵⁵.

Em diversa literatura económica e jurídica, os *hedge funds* são considerados como “abutres” que se aproveitam da situação precária em que a sociedade se encontra, no sentido de obter ganhos de controlo societário em detrimento dos outros stakeholders. No entanto, também existem autores que defendem que esta intervenção proporciona um aumento de liquidez para a sociedade, o que permite um plano de reestruturação mais eficiente e abrangente.

Os *hedge funds*, na reestruturação das sociedades insolventes⁵⁶ assumem diferentes tipos de participações, credores, acionistas ou ambos, e pode concretizar-se de diversas formas, nomeadamente, através da aquisição de títulos de dívida, compra de participações sociais, celebração de empréstimos sem garantia ou o recurso a estratégia de *loan to own*⁵⁷. Com esta estratégia, os *hedge funds* tentam alcançar uma posição de controlo na sociedade reestruturada, e ainda reduzir os custos de agência.

Outra forma de atuação dos *hedge funds* consiste no recurso a estratégias do tipo *distressed securities*⁵⁸. Esta estratégia tem como propósito a recuperação de créditos,

⁵⁵ O mercado tem consciência de que os gestores dos *hedge funds* possuem conhecimentos e técnicas aprimoradas, assim como também, têm acesso a informações privilegiadas que podem ser benéficas essas sociedades.

⁵⁶ De acordo com o estudo realizado por Jiang, Li e Wang, numa amostra de 474 casos de recuperação de empresas insolventes de 1996 a 2007, os *hedge funds* intervieram em 87% dos casos, sendo que 61% desta intervenção foi realizada através da aquisição de títulos de dívida. Para mais desenvolvimentos sobre o papel dos *hedge funds* na reestruturação das sociedades insolventes, vide. JIANG Wei, LI, Kai e WANG, Wei, “*Hedge funds and Chapter 11*,”

⁵⁷ Estratégia de “loan to own” consiste na aquisição de créditos sobre a sociedade com o objetivo de no futuro converter estes créditos em capital próprio da sociedade devedora (*debt for equity swaps*), normalmente associada a investimentos pouco garantidos e com elevado grau de alavancagem. No estudo supramencionado, os *hedge funds* tornaram-se acionistas em 34% dos casos.

⁵⁸ A estratégia de *distressed securities*, consiste na emissão de instrumentos financeiros por sociedades em processo de insolvência ou em situação de pré-insolvência (que necessitam de liquidez para honrar as suas

minimizando os casos de *default*. O incumprimento das obrigações, por parte dessas sociedades, transmite para o mercado uma incerteza que faz aumentar o risco dos instrumentos financeiros⁵⁹, e que por sua vez provoca uma descida do preço desses ativos. Este é outro fator que transforma a dívida sem garantia, ainda mais, atraente para os *hedge funds*. Existe a consciência, por parte destes investidores, de que estas ações estão subavaliadas e por esse motivo o ganho potencial é superior. Além disso, sociedades com baixos níveis de dívida garantida, apresentam maior potencial para um plano de reestruturação, uma vez que não existe tanta pressão por parte de credores com garantias para liquidação da sociedade. Desta feita, os investidores têm maior potencial para reverter a situação financeira em que se encontra a sociedade, e deste modo, concretizar retornos absolutos elevados para os seus investimentos.

De forma geral, os *hedge funds* preferem investir na aquisição de dívida, sem garantia, com a finalidade de, no futuro, converterem a dívida em participação social da sociedade reestruturada. De acordo com Harner⁶⁰, estes investidores profissionais raramente divulgam as suas estratégias, criando alguma incerteza junto dos outros stakeholders. No entanto, o estudo também revela que o aumento de liquidez melhora o processo de reestruturação, e que, em alguns casos, são a única fonte de capital da sociedade. Outro benefício da intervenção dos *hedge funds* nos processos de insolvência é a diminuição da ocorrência de venda massiva de ativos, que previne o impulso de crise de desgaste do mercado e retrai o efeito sistémico produzido pela alienação súbita e desordenada dos ativos da sociedade insolvente.

O estudo de Harner, também concluiu que em 65,5% dos casos, os fundos adquiriam dívida numa tentativa de influenciar a assembleia de credores ou a administração da sociedade, na tomada de decisões operacionais e financeiras, nomeadamente no plano de reestruturação e na destituição/nomeação de administrador, com a finalidade de aumentar o retorno do seu investimento.

A presença dos *hedge funds*, em sociedades insolventes, tem melhorado a recuperação de créditos, não só para os credores garantidos, mas também para os credores

obrigações), com o objetivo de as oferecer aos seus investidores, a preço inferior ao de mercado – incentivo a compra – o risco implícito é remunerado pelo alto rendimento. Habitualmente trata-se de títulos corporativos ou dívidas bancárias, ocasionalmente de ações preferenciais ou ordinárias.

⁵⁹ Quando investem em ações, os *hedge funds* têm preferência por sociedades, que apresentam dificuldades financeiras, no entanto com forte desempenho operacional e credores garantidos com baixa liquidez.

⁶⁰ HARNER, Michelle M., *Trends in Distressed Debt Investing: An Empirical Study of Investors' Objectives*, pg. 71 e ss

sem garantias. Conforme referido anteriormente, os *hedge funds* são investidores sofisticados, que potenciam a criação de valor através do uso do seu conhecimento, competências, experiência e informações sobre o mercado. Mesmo nos investimentos em que não intervêm de forma ativa, verifica-se uma resposta positiva por parte do mercado apenas porque o fundo participa na sociedade.

Tendo como que premissa de base de que criação de valor é produzida pelo aumento de liquidez da sociedade e do ativismo dos *hedge funds*, é criada uma pressão sobre os administradores com baixa rendibilidade. Promove-se a reestruturação das sociedades, mais concretamente a alteração de estratégias operacionais, conciliação de sinergias e a redução de custos operacionais. Esta atuação proporciona uma salvaguarda dos interesses dos credores não garantidos que, sem a participação dos *hedge funds*, não recuperariam na mesma medida os seus créditos.

No que diz respeito ao horizonte temporal do investimento, a participação dos *hedge funds* nas sociedades insolventes tendem a ter horizontes temporais mais duradouros. Neste cenário, é relevante uma estratégia de longo prazo por parte dos gestores destes fundos, dado que existe a expectativa de que a aquisição de dívida se converta em capital próprio, aumentando a sua posição no controlo societário, e só posteriormente é tomada decisões no sentido de incrementar o valor patrimonial da sociedade.

5. Benefícios e riscos dos *hedge funds*

Se por um lado, alguns autores, defendem que os *hedge funds* atuam de acordo com os seus direitos enquanto acionistas das sociedades, e neste sentido, preservam os seus interesses e os dos outros investidores, por outro, há os que acreditam que a excessiva pressão exercida sobre a sociedade participada, constitui um abuso do exercício dos seus direitos de acionista. Nesta sequência, iremos abordar os benefícios e riscos associados à entrada dos *hedge funds* nas sociedades.

5.1. Os benefícios dos *hedge funds*

O investimento dos *hedge funds* na estrutura societária transportou para o sistema societário um novo estilo de acionistas, muito mais ativista e empreendedor. Diferem consideravelmente dos acionistas tradicionais, que não desempenham ativamente o seu papel de monitorização e controlo dos órgãos de administração, por consequência dos diversos obstáculos⁶¹ que defrontam, fazendo com que os seus investimentos sigam o ciclo do mercado e de acordo com a tomada de decisão dos órgãos de controlo das sociedades participadas.

No caso dos *hedge funds*, o mesmo já não ocorre, uma vez que estes fundos procuram o retorno absoluto, não podendo descorar a gestão dos seus ativos e como tal supervisionam intensamente as decisões tomadas pelos órgãos de controlo das sociedades em que investem. Por outro lado, os vastos conhecimentos, informações do mercado, técnica e experiência que os gestores destes fundos apresentam, permite que a sua intervenção seja rápida, eficiente e benéfica para todos os investidores do meio societário⁶². As aptidões destes gestores, permitem explorar estratégias e instrumentos financeiros altamente sofisticados e diferenciados, que são muito vantajosas para os investidores da sociedade, mas também para o mercado de capitais em geral.

Na realidade, os *hedge funds* ao interagirem ativamente com a sociedade, efetuam um controlo apertado sobre a administração da sociedade, o que suscita a “reunificação entre a propriedade e o controlo”⁶³, e consequentemente a uma redução dos custos de agência. É neste sentido que encontramos o fundamento do *corporate governance*, ou seja, a existência de um mecanismo que permita o aprimoramento do sistema societário, nomeadamente através do alinhamento de interesses entre a propriedade e o controlo das sociedades.

Outro benefício concedido pela entrada dos *hedge funds* na estrutura acionista é a exploração de novas estratégias e instrumentos financeiros que contribuem para um mercado de capitais mais eficiente e com maior liquidez. A pressão mensurada que estes

⁶¹ Conforme evidenciado anteriormente, os obstáculos encontrados pelos acionistas tradicionais são a existência de conflitos de interesses, o comportamento de *free rider*, o custo de participar ativamente, e de forma informada, na vida da sociedade, entre outros.

⁶² Nomeadamente os investidores individuais que não têm conhecimentos, nem meios, nem incentivos para participarem ativamente e de forma consciente na tomada de decisões da sociedade em que investe o seu capital.

⁶³ ANTUNES, J. Engrácia, *Os “hedge funds” e o governo das sociedades*, pg. 58 e ss

fundos provocam na administração desencadeia a melhoria dos procedimentos, identificando e corrigindo as ineficiências de alocação de recursos, redução dos custos de agência, reduzindo da remuneração dos administradores (quando excessivas) e ajustamento dos problemas de *Free Cash Flows*⁶⁴, procurando ganhos para todos os acionistas, tanto através da valorização do património da sociedade como através da melhoria dos termos de transação em sede do mercado financeiro.

A utilização de estratégias de cobertura de risco, nomeadamente a técnica do *short selling*, possibilita a redução dos riscos associados ao investimento, assim como também explora as ineficiências do mercado, através da compensação dos desequilíbrios existentes entre a oferta e a procura, impulsionando desta forma a correta formação dos preços.

É de ressaltar que, em alguns estudos empíricos, é notória a influência que os *hedge funds* prestam no mecanismo de recuperação de sociedades insolventes. Esta intervenção expande a probabilidade de existência de *prepackaged bankruptcy*⁶⁵, associados a projetos inovadores de elevado risco, que não possuem apoio por parte das instituições bancárias e financeiras.

É usual, os *hedge funds* financiarem sociedades endividadas, através da aquisição de créditos sobre estas, com o intuito de, no futuro, pressionarem a sua apresentação à insolvência⁶⁶, e assim, com recurso ao *debt equity swap*, converter os seus créditos em participações.

De uma forma geral, os *hedge funds* tornaram-se num mecanismo de proteção dos investimentos dos acionistas, na medida em que promovem pela substituição de administradores ineficientes, intervêm na subida da cotação das ações ou títulos, lançam uma OPA quando necessário e propõem alteração de estratégias ou reorganizações societárias.

⁶⁴ Dados empíricos do estudo “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance”, vide ALON Brav, JIANG, Wei, PARTNOY, Frank, RANDALL Thomas, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, pg. 22

⁶⁵ A *prepackaged bankruptcy* consiste num plano de recuperação de sociedades (ou singulares), que se encontram em iminência de se apresentar a insolvência, onde os credores e o devedor coordenam-se entre si, no sentido de mitigar os problemas financeiros em que a sociedade se encontra. Para mais desenvolvimentos sobre PER, vide art. 17-A a 17-I do CIRE.

⁶⁶ Sobre dever de apresentação à insolvência, analisar art. 18º e ss. do CIRE.

Em suma, as principais vantagens da entrada dos *hedge funds* na estrutura societária são a monitorização dos órgãos de controlo, a eficiência do mercado de capitais e mecanismo de recuperação de sociedades insolventes.

5.2. Os riscos dos *hedge funds*

Os *hedge funds* são um veículo de investimento com muito poder económico e financeiro, assente em estratégias especulativas e de risco elevado, que de forma egoísta procuram obter o máximo retorno absoluto, no menor espaço de tempo possível. A este tipo de abordagem, combinado com o recurso intensivo à alavancagem, está associado a obtenção de lucros rápidos e elevados, assim como, existe um risco significativo de perdas desastrosas. No entanto, o mesmo não sucede em relação aos restantes acionistas, que procuram a obtenção do máximo retorno, no médio e longo prazo, não estando propensos ao risco de perda do capital investido (preferem estratégias com menor retorno e sem risco de perda do capital investido).

Neste sentido, é notório a existência de conflitos de interesses entre os *hedge funds* e os outros acionistas da sociedade, assim como é considerável a existência de risco moral (*moral hazard*)⁶⁷.

O poder que os *hedge funds* possuem, permite-lhes exercer pressão sobre a sociedade na tomada de decisões, com base em estratégias de curto prazo (*short termist*), levando a que os interesses do fundo prevaleçam sobre os interesses dos restantes acionistas da sociedade.

Na literatura económica e jurídica, existem, pelo menos, três tipos de tomada de posição, em sede de assembleia geral, onde é passível ocorrer *moral hazard*: o voto abusivo, o voto conjunto e o voto vazio (*empty voting*).

No que concerne ao voto abusivo, a cedência da representação do voto é utilizada para efeitos de votação em decisões relevantes, nomeadamente reorganizações

⁶⁷ O risco moral está associado à existência de informação assimétrica, entre as partes de um contrato, após a sua celebração, ou seja, após a celebração de contrato, o principal não consegue monitorizar eficazmente a ação do Agente. No caso dos *hedge funds*, é passível de ocorrer na sequência dos contratos de representação de voto ou nos casos de empréstimos de ações.

societárias, como fusões ou aquisições, sem que o tomador da decisão incorra no risco da tomada de decisão, uma vez que não é o efetivo proprietário.

No que diz respeito ao voto conjunto, estamos perante a concertação tática entre diferentes *hedge funds* ou entre distintos investimentos de um *hedge fund*⁶⁸, no qual coordenam entre si, quais as estratégias que pretendem implementar na sociedade. De referir que o problema associado a esta temática é o facto de fugirem às regras de comunicação de participações, sendo que este comportamento é designado de *wolf packing*.

Relativamente ao *empty voting*⁶⁹, consiste numa estratégia de desvinculação entre o direito de voto e a efetiva propriedade do ativo. Aqui, os *hedge funds* exerce o direito de voto depois de adquirir *equity swaps*, no sentido de cobertura de risco da tomada de decisão. Neste seguimento, os *hedge funds* transferem o risco para outro agente económico, dado que, em caso de insucesso da estratégia implementada, as ações podem ser transmitidas com base nas condições anteriormente acordadas. Por outro lado, através do *empty voting*, os *hedge funds* adquirem, por um determinado período, direitos de voto de uma sociedade, sem que o mesmo resulte na transferência da propriedade económica para o fundo, pelo que existem casos em que há incentivo para votar no sentido de reduzir o valor das participações dessa sociedade⁷⁰.

Outro risco associado ao ativismo dos *hedge funds*, caracteriza-se pelo conflito entre os interesses dos acionistas e os interesses dos obrigacionistas (titulares de dívida). Se por um lado, os acionistas estão mais propensos ao risco, considerando como fonte de criação de valor a atuação dos *hedge funds*, por outro lado, os obrigacionistas estão menos propensos ao risco, já que a alteração do risco da sociedade, provoca grandes alterações no valor dos títulos obrigacionistas.

⁶⁸ O comportamento de *wolf packing* pode ser efetuada entre diferentes fundos (que participam na mesma sociedade), assim como, apenas por um *hedge fund*, no entanto tendo em consideração o investimento em duas sociedades participadas. Nesta técnica, apoiam uma estratégia que consideram menos benéfica na sociedade A, mas combinado com uma tomada de posição mais forte na sociedade B, onde para si o retorno é superior; a título de exemplo, analisar a posição do *hedge fund Highfields*, na proposta de aquisição da MONY pela AXA. Vide, KAHAN, Marcel e ROCK, Edward, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, pg. 1073 e ss. Para mais detalhes sobre *Wolf Packing*, vide BRIGGS, Thomas W., *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: na Empirical Analysis*

⁶⁹ HU, Henry T.C., BLACK, Bernard S., *Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*

⁷⁰ Para uma apreciação mais explícita, analisar artigo sobre fusão “King-Mylan” de Julho de 2009 vide <https://corpgov.law.harvard.edu/2009/08/19/sec-resolves-empty-voting-action-involving-king-mylan-merger/>

O receio de ocorrência de risco sistémico⁷¹ apresenta outra problemática associada à atuação dos *hedge funds* no sistema financeiro. Conforme mencionado anteriormente, o risco sistémico consiste na propagação em cadeia, a outros agentes do mercado financeiro, de um determinado evento, positivo ou negativo. A realidade é que, o elevado nível de alavancagem a que os *hedge funds* se submetem, e consequente o risco implícito, constituiu uma preocupação para o sistema económico e financeiro. Se, em parte, preocupa a solvabilidade dos investidores do fundo, por outro, esta preocupação surge exponenciada quando constatamos que muitos investidores integram o sistema bancário e que parte substancial do financiamento dos *hedge funds* provêm de empréstimos bancários, cuja restituição e respetivas contrapartidas são essenciais para o bom funcionamento do sistema bancário em geral. Desta feita, uma eventual impossibilidade dos *hedge funds* cumprir as suas obrigações perante os seus credores e investidores, pode acarretar num efeito espiral de incumprimentos, designado risco sistémico⁷².

Em suma, os principais riscos associados aos *hedge funds* são a possibilidade de ocorrência de risco sistémico, a existência de conflitos de interesses entre os diversos investidores de uma sociedade participada e o risco moral.

⁷¹ Para mais desenvolvimentos sobre risco sistémico, vide QUELHAS, José Manuel Gonçalves, *Sobre as crises financeira, risco sistémico e a incerteza sistémica*

⁷² Neste sentido, podemos analisar o mediático caso do LTCM. As consequências do colapso do LTCM não foram mais desastrosas porque houve a intervenção do SEC.

Capítulo 3 – Regulação e supervisão dos *hedge funds*

1. A Regulação dos *hedge funds*

A regulação financeira procura a prossecução de dois objetivos, a proteção dos investidores e a promoção da estabilidade económica dos mercados, realizada através de instrumentos jurídicos destinados à concretização da transparência, informação, gestão e diligência profissional. No entanto, o excesso de regulação impede a livre concorrência entre as diversas instituições, presentes no sistema financeiro. Os regimes regulatórios rígidos e interventivos não permite a inovação financeira necessária nos mercados, pelo que se compreende a razão pela qual a regulação financeira deve ser branda e flexível.

No que concerne aos *hedge funds* em específico, os mesmos encontravam-se praticamente desconhecidos no ordenamento jurídico da União Europeia até 2004, sendo que, nos anos seguintes, verificou-se uma introdução da figura no ordenamento jurídico de países como a Itália, Espanha e Alemanha. Não obstante, a regulação que incidia sobre esta figura sempre foi, e continua a ser, parca.

A crise financeira de 2007, veio provocar alterações neste paradigma, uma vez que os efeitos da instabilidade, desconfiança e possibilidade de ocorrência de risco sistémico causados pela crise, incrementou o nível de relutância sobre os *hedge funds*.

É neste contexto de crise que, o legislador europeu tomou a iniciativa de regular os fundos de investimento alternativos, proporcionou a aprovação da Diretiva dos Gestores de Investimentos Alternativos (“DGFIA”)⁷³, que veio introduzir uma regulamentação específica para os gestores dos FIA. Posteriormente, foram desenvolvidos diversos regulamentos pela CMVM, assim como também foi aprovado o nRJOIC⁷⁴. Consideramos que a regulamentação supramencionada transpõe a legislação mais relevante aplicável à realidade dos *hedge funds*, razão pela qual nos pontos seguintes iremos analisar, de forma sucinta, cada um deles.

⁷³ Diretiva 2011/61/EU do Parlamento Europeu e do Conselho de 8 de junho de 2011 relativa aos gestores de fundos de investimentos alternativos

⁷⁴ Novo Regime Jurídico de Organismos de Investimento Coletivo, Decreto-Lei nº 63-A/2013 de 10 de maio

1.1. Diretiva dos gestores de fundos de investimento alternativo (“DGFIA”)

Foi em 2009, que a Comissão Europeia apresentou uma proposta de diretiva, que tinha o intuito de instituir normas *“relativas à autorização, actividade e transparência dos gestores de fundos de investimento alternativos (GFIA) que gerem e/ou comercializam fundos de investimento alternativos (FIA) na União”*⁷⁵.

A DGFIA provocou grandes alterações na regulação dos FIA, no entanto, o considerando nº 10 da DGFIA, é explícito quanto aos destinatários desta diretiva, contanto referir que regulamenta os GFIA⁷⁶ e não os próprios fundos. Mais, especifica que os fundos deverão ser regulamentados e supervisionados por entidades nacional⁷⁷, sendo que, no caso Português é a CMVM e o Banco de Portugal.

De acordo com o autor Tiago Bessa⁷⁸, existem duas justificações para que a DGFIA se aplique aos GFIA e não aos FIA. Em primeiro, os *hedge funds* geralmente são um património autónomo, sem personalidade jurídica, em que a imposição de deveres e obrigações a estes teriam de passar pela entidade gestora, assim como os riscos decorrem da forma de conduta e competência⁷⁹ dos últimos, em segundo, a maioria dos *hedge funds* não estão sediados na União Europeia, pelo que a regulação dirigida aos FIA poderia tornar-se inútil.

Não podemos deixar de referir que, em complemento à DGFIA, foi aprovado o Regulamento Delegado n.º 231/2013 da Comissão, de 19 de dezembro de 2012, que regula questões relativas às isenções, condições gerais de funcionamento, depositários, efeito de alavanca, transparência e supervisão dos GFIA.

Não obstante da aprovação da DGFIA, continua a existir graves dificuldades em responsabilizar os GFIA. Este facto é consequência da amplitude de liberdade de atuação

⁷⁵ Cit ob. no artigo 1º da DGFIA

⁷⁶ Para uma definição dos GFIA, vide al. b) nº1 do artigo 4º da DGFIA

⁷⁷ *“A presente directiva não regulamenta os FIAs, os quais poderão continuar a ser regulamentados e supervisionados a nível nacional”* cit. ob. no considerando 10 da DGFIA.

⁷⁸ BESSA, Tiago, *Crise Regulação e supervisão de hedge funds*

⁷⁹ Para desenvolvimentos sobre os riscos a que os GFIA estão vulneráveis, vide. Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos gestores de fundos de investimento alternativos, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52009PC0207&from=PT>

que os GFIA possuem, nomeadamente quanto a técnicas, estratégias e instrumentos que têm ao seu dispor, tal como a opacidade das suas atividades.

Desta feita, apenas em casos em que haja uma transgressão explícita de alguma política de investimento divulgada ou a violação de alguma norma definida nos instrumentos constitutivos do fundo, por parte do GFIA, é que os stakeholders da sociedade conseguem detetar a gestão dolosa⁸⁰. Neste sentido, podemos concluir que, apesar da aprovação da DGFIA introduzir uma nova regulação aos GFIA, a realidade é que a sua aplicação prática é de difícil concretização.

1.2. Regulamentos da CMVM

O Regulamento CMVM n.º 9/2003, de 2 de outubro, veio introduzir pela primeira vez legislação aos *hedge funds*, em Portugal, ao regulamentar os chamados Fundos Especiais de Investimento (FEI), que na sua definição incluía a figura dos *hedge funds*, ao combinar diferentes regras, técnicas e limites aplicáveis aos FIM. Dava a liberdade de atuação característica dos *hedge funds*, desde que reunidos determinados requisitos.

Estes organismos têm de solicitar à CMVM autorização para comercializar junto de certos segmentos de investidores. O regulamento, em complemento com o nRJOIC, também regulamenta a constituição dos fundos.

No que diz respeito ao DL 71/2010, de 18 de junho, este diploma regula as sociedades de investimento mobiliário (SIM) e imobiliárias, e tinha como objetivo principal a criação de uma figura jurídica, com personalidade jurídica, que permitia aos *hedge funds* assumir forma societária de sociedade anónima⁸¹. Neste sentido, e tal como os FIM, a constituição de uma SIM está dependente da autorização da CMVM e deverá

⁸⁰ Para responsabilização civil do gestor, é necessário o cumprimento dos pressupostos de facto, ilicitude, culpa, dano e nexo de causalidade entre o facto e o dano causado. Art. 483º e ss do CC. No caso de gestores de *hedge funds*, é preconcebido a utilização de estratégias alfa, onde a melhor gestão é a que o definida pelo gestor.

⁸¹ Foi dada a possibilidade aos *hedge funds*, de adquirem personalidade jurídica, estando sujeitas ao disposto no Código das Sociedades Comerciais, provocando uma dissociação entre o proprietário económico e a gestão.

cumprir os requisitos necessários quanto à transparência, atividade e gestão, de forma a manter a autorização de atividade do OIC⁸².

O Decreto-Lei n.º 63-A/2013, de 10 de maio de 2013, aprova o novo Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo (nRJOIC), que transpõe para o ordenamento jurídico português diversas diretivas, nomeadamente a Diretiva 2009/65/CE que coordena “as disposições legislativas, regulamentares e administrativas” de alguns OICVM.

A presente legislação também introduz alterações ao Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras “RGICSF”, pelo que acreditamos que poderá ser aplicável a alguns dos *hedge funds*, uma vez que no presente diploma é referido expressamente a sua aplicação a todos os OIC, incluindo os não harmonizados⁸³ e os OEI.

Em complemento ao Regime Geral dos Organismos Coletivos (RGOIC), foi aprovado o regulamento da CMVM n.º 2/2015, de 24 de fevereiro de 2015, que dispõe acerca dos Organismos de Investimento Coletivo e Comercialização de Fundos de Pensões Abertos de Adesão Individual. Este regulamento, como especificado no artigo 1, desenvolve as matérias relativas: (i) Exercício da atividade de gestão; (ii) condições de funcionamento; (iii) comercialização e negociação no mercado secundário; (iv) informação (v) suspensão de operações de subscrição e resgate e, por último, (vi) transformação e cisão.

Como evidenciado anteriormente, sendo os *hedge funds*, na sua maioria, OICVM não harmonizados, onde se incluem os OIC fechados, já que obtêm capitais junto de investidores qualificados, estão sujeitos às regras da legislação anteriormente mencionadas, sendo que é-lhes dada liberdade em algumas normas (art. 1.º, n.º 5 do nRJOIC).

⁸² “As SIM regem-se ainda pelo disposto no Código das Sociedades Comerciais, salvo quando as respectivas normas se mostrem incompatíveis com a natureza e objecto específicos destas sociedades ou com o disposto no presente decreto-lei” cit. ob. no n.º 2 do artigo 3º do referido diploma

⁸³ “O NRJOIC introduz alterações ao conceito de OIC e à classificação dos OIC, reservando a expressão 'OICVM' aos OIC que respeitem os requisitos de investimento previstos na Diretiva OICVM e impondo que todos os demais OIC sejam considerados de investimento alternativo, em linha com a terminologia adotada na Diretiva n.º 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos, que utiliza a expressão «alternativos» para designar os OIC não harmonizados” cit ob. no referido diploma.

2. Conclusões sobre a regulação dos *hedge funds*

Os *hedge funds* caracterizam-se pela sua liberdade de atuação ao nível da gestão, risco e composição de carteiras, pelo que a opacidade e a regulação flexível. Tal como mencionado na resenha histórica, até 2011, não existia qualquer regulação sobre a matéria, sendo que, nos dias de hoje, a regulação sobre a figura continua reduzida, quase inexistente.

No entanto, as entidades de supervisão e fiscalização europeias e nacionais têm demonstrado grande sensibilidade, em matéria de regulação dos *hedge funds*, conferindo elevado nível de discricionariedade à CMVM na aprovação de OEI, com regulação leve e flexível, no entanto, responsável, principalmente em relação à transparência da informação, avaliação de ativos e estratégias de investimento.

Apesar da liberdade de atuação dos *hedge funds*, não podemos olvidar que estes fundos, quando intervêm numa sociedade como acionistas, não deixam de estar sujeitos à diversa legislação a que os acionistas estão sujeitos, a título de exemplo, as obrigações e direitos dos sócios⁸⁴ e a responsabilização do sócio controlador⁸⁵.

Podemos então concluir, que a liberdade regulatória em que estes fundos atuam permite a constituição de *hedge funds* à medida dos diferentes interesses e objetivos dos investidores, sendo contrabalançada por mecanismos de supervisão e fiscalização que têm a finalidade de proteger os investidores e o mercado.

⁸⁴ Para aprofundamento sobre as obrigações e direitos dos acionistas, vide artigos 285º e ss do CSC.

⁸⁵ Vide. art. 83º do CSC

Conclusão

Os *hedge funds* são definidos como um veículo de investimento alternativo, legalmente atípico, com um papel cada vez mais ativo na estrutura societária, principalmente ao nível do *corporate governance*. Definem-se pelo reduzido número de investidores (conscientes e sofisticados), pelos gestores qualificados, no qual praticam uma gestão arrojada e complexa, que gerem um fundo que tem o intuito de maximização do retorno absoluto do capital investido. Com este objetivo, munem-se de estratégias de cobertura de risco combinadas com estratégias de atividade especulativas e grau de alavancagem elevados, de forma, por um lado, reduzir os riscos de mercado e, por outro, exponenciar a probabilidade de retornos positivos.

No que diz respeito à caracterização dos *hedge funds*, os mesmos podem ser analisados de acordo com três linhas fundamentais, quanto à sua função, recurso a diversas estratégias e instrumentos (alavancagem e derivados); quanto à sua disciplina, grande liberdade regulatória, que lhes proporciona uma grande autonomia de gestão (inovadora, proativa e flexível); quanto à sua natureza, diversidade de forma jurídica-organizativa em que atuam. Os fatores distintivos dos *hedge funds* são a liberdade e flexibilidade de atuação da gestão, as elevadas taxas de remuneração e o recurso a uma diversificada gama de estratégias de investimento com o intuito de maximizar o retorno absoluto.

Como conseguimos analisar, os *hedge funds* distinguem-se dos outros OICVM quanto à posição nos investimentos, nas estratégias utilizadas, regulação, quanto às comissões dos gestores e finalidade do investimento.

A presença destes fundos na estrutura societária é manifestada de diferentes formas, designadamente através do exercício de voto nas assembleias gerais, a influência nos órgãos de administração, a tomada de decisões de reestruturação societária e no controlo da sociedade. Os *hedge funds* são apontados, por diversa literatura, como um dos mais recentes mecanismos de ajustamento de interesses entre os diversos *stakeholders* e a administração da sociedade (mecanismo de resolução de problemas de agência e melhoria do *corporate governance*).

Como constatamos, a entrada dos *hedge funds* na estrutura acionista de uma sociedade, com uma atuação informada, fiscalizadora e capaz de apresentar propostas em

assembleia geral, permite a criação de valor para a sociedade, o que revela uma externalidade positiva para os diversos stakeholders.

Na atuação dos *hedge funds*, concluímos que poderá existir divergência de interesses, dado que, por um lado os gestores do fundo procuram uma atuação ativa e de curta duração, por outro, os restantes acionistas procuram assumir posições passivas e de longa duração. Também concluímos que a intervenção destes fundos poderá não ter como finalidade a valorização do património da sociedade, mas sim beneficiar dos ganhos especulativos. Neste sentido, encontramos-nos perante um novo conflito de interesses entre os diferentes acionistas.

No que concerne à influência dos *hedge funds* em sociedades insolventes, verificamos que a presença destes em sociedades com dificuldades financeiras, tem acarretado uma melhoria da recuperação dos créditos (principalmente de credores sem garantia). O incremento da liquidez, assim como os conhecimentos e experiência técnica dos gestores do fundo, criam valor para o património da sociedade, que consequentemente permite a celebração de um plano de reestruturação mais eficiente para todos os intervenientes.

Esta intervenção pode concretizar-se de diversas formas, nomeadamente através da aquisição de títulos de dívida, compra de participações sociais, recurso a estratégia de *loan to own* ou estratégias de *distressed securities*.

Concluímos que, os principais benefícios da atuação dos *hedge funds* são a monitorização dos órgãos de administração, a melhoria da eficiência do mercado de capitais e o aperfeiçoamento do mecanismo de recuperação de empresas insolventes. No entanto, também acarretam alguns riscos, nomeadamente a exposição ao risco sistémico, a existência de conflitos de interesses e o risco moral.

Tal como analisado anteriormente, os *hedge funds* são, cada vez mais, um veículo de investimento importante para o mercado económico e financeiro, no entanto são paradoxalmente desconhecidos e incompreendidos pelos juristas. Este fenómeno pode ser justificado pela parca regulação que incide sobre esta figura, assim como pela sua opacidade que continuam a persistir nos dias de hoje.

Apesar da reduzida regulamentação, podemos concluir que as entidades reguladoras (europeias e nacionais) têm consciência dos riscos e benefícios proporcionados pelos *hedge funds*, e nesse sentido têm ajustado a legislação e supervisão de acordo com as necessidades do mercado e dos investidores. Já os *hedge funds*, tal como

seria expectável devido à sua capacidade de adaptação, têm alterado o seu comportamento no sentido de se ajustarem às circunstâncias legislativas e às oscilações do mercado.

Posto isto, podemos concluir, que ainda existe um longo caminho a ser percorrido no que consiste à regulação desta figura. No entanto, o legislador deverá ser cauteloso na implementação de nova legislação, uma vez que o aumento de regulação poderá provocar o esvaziamento da atuação da figura. O aumento da regulação poderá provocar a deslocação destes fundos para outros ordenamentos jurídicos, onde a legislação não seja tão rígida. Desta feita, é essencial que o legislador encontre o equilíbrio entre a necessidade de regulação e a liberdade regulatória (caraterística basilar) dos *hedge funds*.

Elementos bibliográficos

ABREU, Jorge Manuel Coutinho - Curso de Direito Comercial, Vol. II, 5ª ed., Almedina, (maio de 2017)

ACKERMANN, Carl, MCENALLY, Richard, RAVENSCRAFT, David - The performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives, in Journal of finance, Vol. 64 n. 3, (junho de 1999)

ALMEIDA, António Pereira de - Sociedades Comerciais - Valores Mobiliários e Mercados, 6ª ed., Coimbra Editora (janeiro 2011)

ALMEIDA, António Pereira de - O governo dos fundos de investimento, in Direito dos Valores Mobiliários, Vol. XIII, Coimbra Editora (dezembro de 2008)

ALON Brav, JIANG, Wei, PARTNOY, Frank, RANDALL Thomas - Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, in Journal of finance, Vol 63 (maio de 2008), (disponível em SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=948907)

ANTUNES, J. Engrácia - Os Instrumentos Financeiros, Almedina (janeiro 2009)

ANTUNES, J. Engrácia - Os “hedge funds” e o governo das sociedades, in Direito dos Valores Mobiliários, Vol. IX, Coimbra Editora (janeiro 2010)

BESSA, Tiago - Crise, regulação e supervisão de Hedge Funds, in Revista de Direito das Sociedades, vol. II, n.º 3/4 (2010)

BLACK, Bernard S. - Shareholder Passivity Reexamined, 89 Michigan Law Review. 520 (1990), (disponível em <https://repository.law.umich.edu/mlr/vol89/iss3/4>)

BRIGGS, Thomas W., - Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: na Empirical Analysis, in: 32 “Journal of Corporation Law”, (2007)

CÂMARA, Paulo - Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 2.^a edição, Almedina, (outubro de 2011)

CHEFFINS, Brian, ARMOUR John - The Eclipse of Private Equity, in Law Working Paper n° 82/2007, (abril de 2007), (disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=982114>)

DIAS, Cristina Sofia - Notas breves a propósito do regulamento sobre short selling e credit default swaps, agosto de 2011, in CMVM.
<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/CadernoN39.aspx>

DIAS, Gabriela Figueiredo - Regulação e Supervisão dos hedge funds, in Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VIII, Coimbra Editora (janeiro 2010)

FRASE, Dick - Regulatory Creep and Covergence: Hedge Funds and the regulators, in AAVV, Hedge Funds: Law and Regulation, (2001)

HARNER, Michelle M. - Trends in Distressed Debt Investing: An Empirical Study of Investors' Objectives, in American Bankruptcy Institute Law Review, Vol. 16, (2008), (disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1147643>)

HASS, Steven M. - SEC Resolves Empty Voting Action Involving King-Mylan Merger, agosto de 2009. <https://corpgov.law.harvard.edu/2009/08/19/sec-resolves-empty-voting-action-involving-king-mylan-merger/> consult. a 24 de março de 2019

HU, Henry T.C., BLACK, Bernard S. - Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, in Journal of Corporate Finance, vol. 13 (2007), (disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=874098>)

- JENSEN, Michael, MECKLING, William - Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in Journal of Financial Economics, Vol. 3, (julho de 1976), (disponível em <https://ssrn.com/abstract=94043>)
- JIANG, Wei, LI, Kai, WANG, Wei - Hedge Funds and Chapter 11, in Journal of Finance, (abril de 2011), (disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1493966>)
- KAHAN, Marcel e ROCK, Edward - Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, in University of Pennsylvania Law Review, Vol. 155 (2007), (disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=919881>)
- MATOS, Inês Serrano de - Hedge Fund: o acionista que nunca dorme?, in Boletim de Ciências Económicas, Vol. 57 nº 2, Coimbra Editora (2014)
- MENDES, Victor, ABREU, Margarida - Cultura Financeira dos Investidores e diversificação de carteiras, Working Papers Department of Economics 2006/10, ISEG (2006)
- NOFSINGER, John e SIAS, Richard W. - Herding and feedback trading by institutional investors”, in Journal of Finance, nº 54 (1999)
- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - Manual de governo das sociedades, Manuais Universitários, Almedina, (2018)
- QUELHAS, José Manuel - Sobre as crises financeiras, o risco sistemático e a incerteza sistemática, Tese de doutoramento em Direito, Almedina, (dezembro de 2012)
- RAZINA, Florbela, SILVA, Fernando Nunes da - Fundos de Investimento atípicos: Conceitos e Regulação, in Cadernos de Valores Mobiliários, número 15, (dezembro de 2002)
- ROTH, Paul N. e FORTUNE, Brian H. - Hedge Fund Regulation in the aftermath of Long-Term Capital Management, in AAVN, Hedge Funds: Law and Regulation, (2001)

STULZ, René - Hedge Funds: Past, Present and Future, in working paper in the Fisher College Business, (fevereiro de 2007), (disponível em SSRN: <http://www.ssrn.com/abstract=939629>)

TANCREDI Sara - Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA, Academic Research, (fevereiro de 2016)

THAN, Vinh Q - Evaluating hedge fund performance (1946),

VAUCHAN, D.A. - Selected Definitions of ‘hedge funds’ (2003)

ZONONI, Andrea - Hedge Funds’ Empty voting in Mergers and Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective, in Global Jurist, Vol. 9 nº 4, (outubro de 2009)

JIANG, Zhiping, TIAN, Yixiang, ZHENG, Huangang - Systemic Risk, Idiosyncratic Risk and Mutual Fund Flows, In Journal of Social Sciences, (março de 2015), (disponível em [https://www.scirp.org/\(S\(351jmbntvnsjt1aadkposzje\)\)/journal/PaperInformation.aspx?PaperID=54750](https://www.scirp.org/(S(351jmbntvnsjt1aadkposzje))/journal/PaperInformation.aspx?PaperID=54750))

<http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/other/hedge-fund-report-aug2012.pdf>

<https://www.cmvm.pt/pt/Pages/home.aspx>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52009PC0207&from=PT>